

MONITOR SEMANAL

Manejo de cobertura cambiaria con contratos de USD futuro

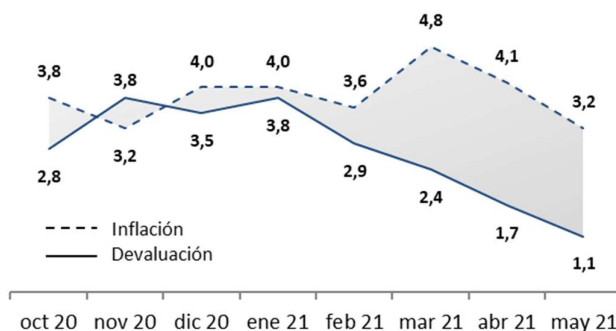
Desde febrero de este año el BCRA viene reduciendo la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial, a niveles muy inferiores a los de la tasa de inflación. La persistencia de esta estrategia puede generar con el tiempo mayores expectativas de corrección futura. Nos preguntamos hasta dónde esas expectativas están incorporadas en el valor de los futuros y, en función de ello, sí es conveniente comprar cobertura cambiaria para los próximos meses.

Tipo de cambio oficial, inflación y curva implícita en ROFEX

En el transcurso de mayo -al 12/5- la tasa de devaluación mensual del tipo de cambio oficial está en niveles de 1,1%, muy por debajo de lo que ocurría hace algunos meses atrás, cuando estaba más alineada con la tasa de inflación. De esta manera, se intenta utilizar el tipo de cambio oficial para influir sobre la tasa de inflación, que se mantiene muy elevada. La efectividad de esta estrategia es cuestionable en un contexto de restricciones cambiarias y de caída en la demanda de dinero.

Devaluación FX oficial e inflación*

Var. % mensual –valores hasta 12-may-2021



*Inflación de mayo en base a REM. Devaluación mayo corresponde a la variación del mes hasta el 12/5, mensualizada
Fuente: BCRA e INDEC

La relación entre la evolución de la inflación y el tipo de cambio nos lleva a utilizar como elemento teórico de análisis la paridad de poder de compra. Bajo esta perspectiva, pareciera que hay algún margen para implementar una estrategia de apreciación

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

JuanSommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

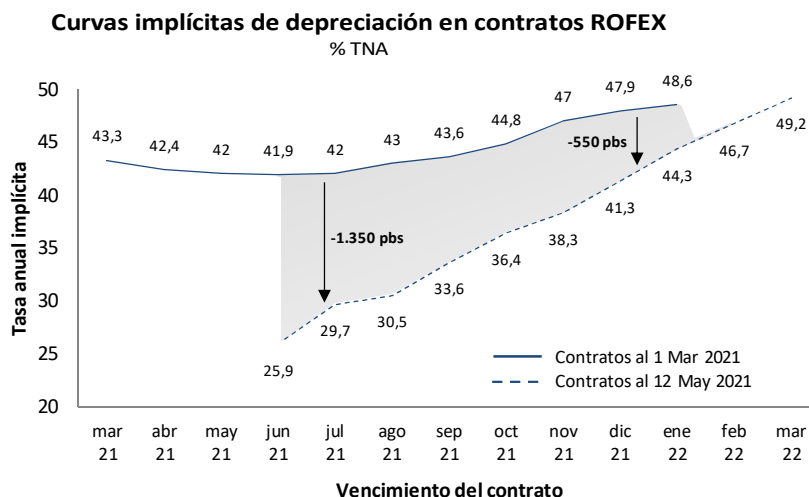
real contra el USD -y para el tipo de cambio multilateral-, básicamente porque (i) se parte de un tipo de cambio real oficial que está por encima -el peso depreciado- del promedio de largo plazo, (ii) el USD se debilitó en el mundo -el DXY indica depreciación de 3% desde fines de marzo y contra el BRL 10% en el mismo período- y (iii) los precios de nuestros *commodities* de exportación testean récords históricos -soja en niveles de USD 600/tn- lo cual potencia el poder de compra del ARS. Adicionalmente, ayudan otras condiciones internacionales, como pueden ser los efectos de políticas de estímulo fiscal y monetario que, en parte ya se reflejan en los precios de *commodities* y el debilitamiento relativo del USD, pero con rezago también inciden sobre las condiciones de acceso a financiamiento y velocidad de recuperación de los niveles de actividad.

Localmente, entre enero y abril el BCRA desplegó una política monetaria contractiva, que lo llevó a reducir la base monetaria en ARS 100 mil millones. La contribución del Tesoro fue importante para lograr el objetivo, dado que prácticamente no requirió asistencia del BCRA en ese período. Este contexto de mayor control monetario -que sigue caracterizándose por una contracción en la demanda de dinero- y de mayor oferta neta de divisas, fueron determinantes para la estabilidad cambiaria del periodo. Sin embargo, la brecha se mantiene elevada, en niveles de 60%. Sigue siendo un factor central en la formación de expectativas de devaluación y de generación de flujos de oferta neta de divisas, más aún si se llegasen a relajar las políticas fiscal y monetaria.

Por lo pronto, observamos que los precios de cobertura cambiaria (del tipo de cambio oficial) en ROFEX incorporaron las señales favorables mencionadas más arriba, reflejado en la caída de las tasas implícitas, en particular en los contratos más cortos.

El gráfico que sigue muestra caídas en las tasas implícitas en la comparación del 12-mayo respecto de principios de marzo. Además, se observa que los contratos más cortos son los que mayor compresión de tasa tuvieron, niveles de 1.350 pbs promedio para los contratos junio-21/agosto-21, contra 550 pbs de compresión promedio para los más largos, diciembre-21/enero-22.

MONITOR SEMANAL



Fuente: ROFEX

Por lo comentado anteriormente, tiene sentido que las expectativas de devaluación se hayan corregido a la baja, lo cual se observa en los contratos más cortos, mientras que hay más incertidumbre en el mediano plazo, cuando muchos de los elementos mencionados dejan de tener relevancia -ej, por cuestiones estacionales en el caso de la liquidación de exportaciones- y entran en juego otras consideraciones, como resultados electorales y posibles ajustes de desequilibrios macro, incluyendo el deterioro real del tipo de cambio de los últimos meses.

¿Cobertura en ROFEX? ¿Cómo?

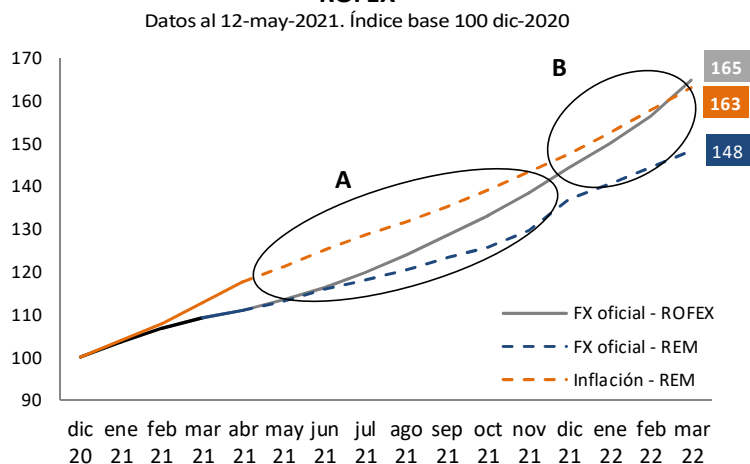
En este contexto, nos preguntamos si es relevante comprar cobertura de tipo de cambio y, si fuese así, cuál sería la estrategia más eficiente. Para responder este interrogante analizamos el siguiente gráfico, que muestra la evolución del tipo de cambio oficial e inflación que esperan las consultoras que informan al BCRA (REM). También, la cotización del tipo de cambio oficial según la curva actual de contratos en ROFEX. Todo en base 100 diciembre de 2020.

En el gráfico se pueden diferenciar dos períodos: hasta octubre-21 el diferencial entre la inflación proyectada y la devaluación implícita en ROFEX se mantiene relativamente estable, sin embargo, a partir de esa fecha se acelera la devaluación según lo indicado los contratos en ese mercado, convergiendo en

MONITOR SEMANAL

febrero-22. A fines de marzo-22 la inflación acumulada desde diciembre-20 se estima en 63%, nivel similar a la depreciación del tipo de cambio oficial según ROFEX (65%). Por otro lado, el promedio de las consultoras proyecta una depreciación nominal del 48% (atraso cambiario) y el diferencial respecto de inflación se mantiene durante todo el período.

Inflación y Tipo de cambio oficial estimados (REM) y curva ROFEX



Fuente: ROFEX y BCRA

Así, los factores de incidencia mencionados previamente, que indican oferta neta de divisas en los próximos meses y la predisposición del Gobierno para devaluar el tipo de cambio oficial por debajo de la tasa de inflación, por lo menos hasta las elecciones, llevarían a pensar que la cobertura en el muy corto plazo podría resultar cara (período A del gráfico).

Por otro lado, a pesar de que la curva ROFEX muestra convergencia con la inflación esperada (período B del gráfico), no descartamos cambios de contexto que puedan requerir una aceleración del *crawling peg* y/o un salto discreto del tipo de cambio oficial. La corrección del tipo de cambio nominal oficial para lograr esa convergencia es del 13% respecto del tipo de cambio proyectado en REM. En ese caso y dados los precios actuales, la cobertura de mayor plazo podría ser conveniente.